27 août 2013

CONJONCTURE

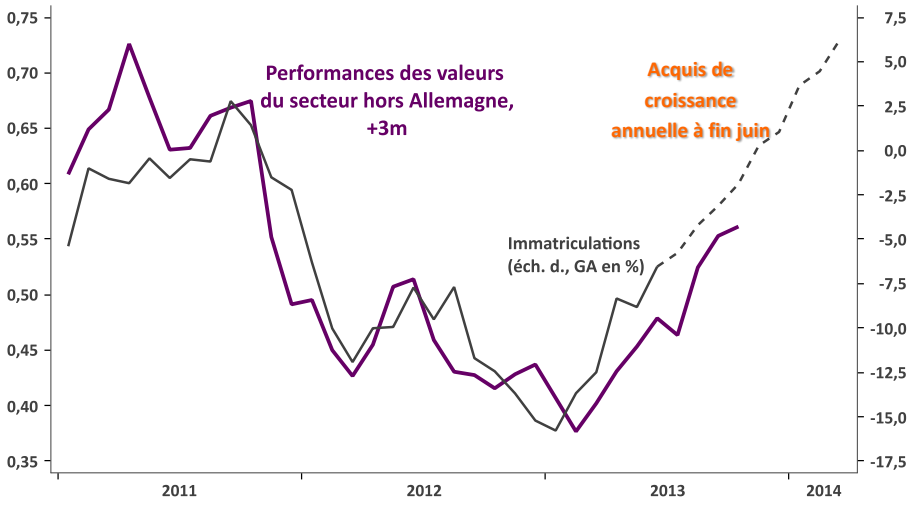
Les pochettes surprises d'une reprise, sans conviction : 1- l'automobile

Malgré les préoccupations légitimes sur l'avenir de la zone euro, la fin de la récession est actée. Comme tout épisode de ce type, la situation présente offre d'ores et déjà un certain nombre de bonnes surprises. Nous en avons répertorié trois principales :

- la première, la plus significative du point de vue d'un investisseur, est relative à l'amélioration des perspectives du marché automobile européen et aux conséquences qui en découlent pour la performance boursière du secteur,
- la deuxième, beaucoup plus largement inattendue, concerne l'amélioration des perspectives d'investissement productif en France, que suggèrent les indicateurs que nous suivons sur l'économie française,
- la dernière, peut-être la plus importante au vu du risque qu'a fait planer la situation espagnole sur les perspectives européennes, a trait à la sensible amélioration des tendances sur le front de la consommation en Espagne.

Bien qu'aucune de ces surprises ne soit suffisante, à ce stade, pour nous conduire à des révisions substantielles de notre scénario de croissance, chacune est susceptible d'insuffler un certain regain de confiance, aux répercussions potentiellement inattendues. **Nous développons aujourd'hui le premier de ces sujets, celui de la reprise du secteur automobile dont tout porte à croire qu'il a encore de belles performances boursières devant lui, tout au moins, hors Allemagne.**

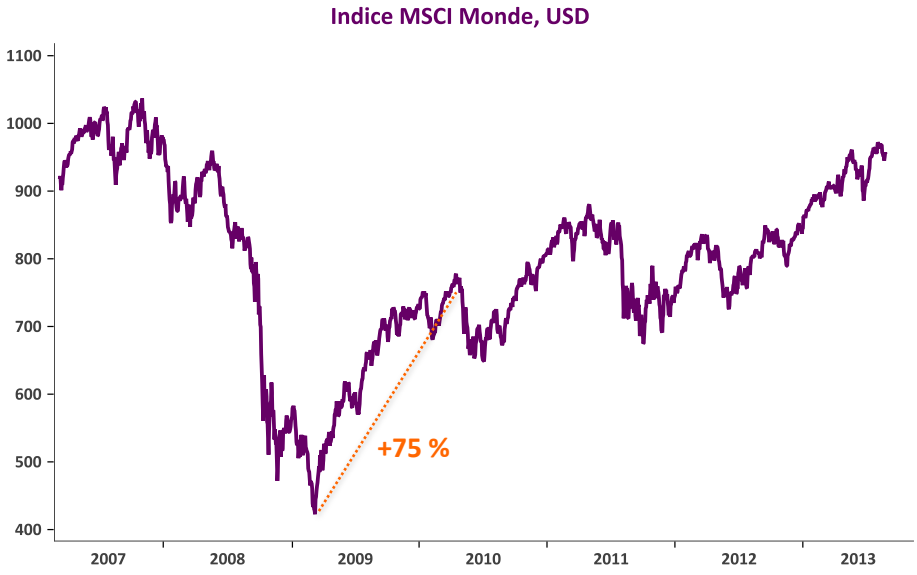
Performance relative à l'euro Stoxx 600 du secteur automobile hors Allemagne et croissance annuelle des immatriculations automobiles



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Oublions, un temps, les questions qui fâchent

Les épisodes de sortie de récession sont souvent source de frilosité : alors que les stigmates de la crise écoulée imprègnent encore l'essentiel de ce que l'économie nous renvoie, l'esprit peine à se laisser convaincre par les premières bonnes nouvelles. Lorsqu'en mars 2009, les premiers indices de fin de récession sont apparus, peu y ont cru. La perception d'une économie mondiale engluée dans une crise de régime ne permettait pas de se satisfaire d'une fin de récession qui n'aboutirait, en tout état de cause, qu'à une croissance durablement fragilisée. Bien que largement validé, ce diagnostic n'a pas empêché d'enregistrer des améliorations spectaculaires sur plusieurs fronts. On se souvient en particulier de la remise à niveau du marché mondial de l'automobile en moins de six mois, de celle des échanges mondiaux en moins d'un an, ou encore de l'envolée des résultats des entreprises. La contrepartie de ces évolutions a été une reprise fulgurante des marchés d'actions mondiaux qui enregistraient, durant les douze mois suivant le point bas de l'activité, jusqu'à 75% de hausse. Ce n'est véritablement qu'au printemps 2010 que les sujets structurels, plus fâcheux, ont repris la main sur les tendances de marchés.



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'ampleur de la crise traversée par la zone euro ces derniers trimestres est propice à ce type de frilosité. Le fait est que les prévisions ne sont guère enthousiasmantes. Selon le consensus du mois d'août, la croissance de la zone euro n'atteindrait pas 1 % l'an prochain, après une contraction de 0,6 % en 2013, et le taux de chômage continuerait à augmenter légèrement pour s'établir à 12,3 % de la population active, contre 12,2 % en 2013. Notre propre scénario n'est pas très éloigné et même en léger retrait pour ce qui est de la croissance 2014.

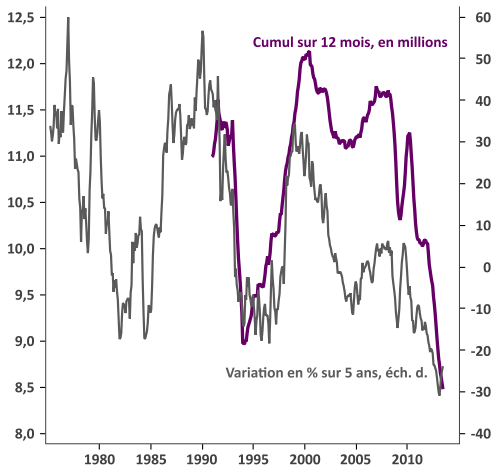
Ces précautions prises, il n'en reste pas moins, que comme toute reprise, la situation présente offre d'ores et déjà un certain nombre de bonnes surprises. Nous en avons répertorié trois principales : l'amélioration des perspectives du marché automobile européen, de l'investissement productif en France, **e**nfin, l'embellie sur le front de la

consommation espagnole. On notera au passage, qu'aucune de ces surprises ne provient pour l'instant d'Allemagne, où, pour le coup, les tendances observées sont plutôt légèrement décevantes au regard des attentes. Nous traitons aujourd'hui le premier de ces sujets, relatif aux évolutions en cours du marché de l'automobile.

Marché de l'automobile : encore un beau potentiel de surperformance boursière hors Allemagne

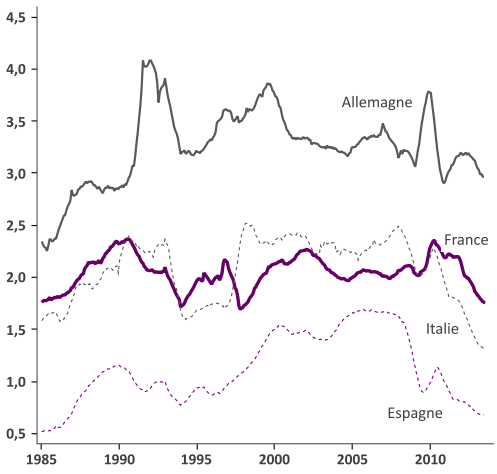
Le marché automobile européen a été l'un des secteurs les plus durement impactés par la récession de ces derniers trimestres. Après un bref répit au lendemain de la crise de 2008, la rechute ininterrompue du marché entre le printemps 2010 et la fin de l'année 2012, s'est soldée par une réduction du rythme annuel des immatriculations de 25 %, faisant de cette période la crise la plus longue et la profonde du marché européen depuis le début des séries disponibles. Dans la plupart des pays, Allemagne y compris, les immatriculations sont ainsi retombées début 2013 à des niveaux équivalents, quand ce n'est inférieurs, à ceux des années quatre-vingt-dix.

Immatriculation d'automobiles en zone euro



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Cumul sur 12 mois des immatriculations automobiles



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

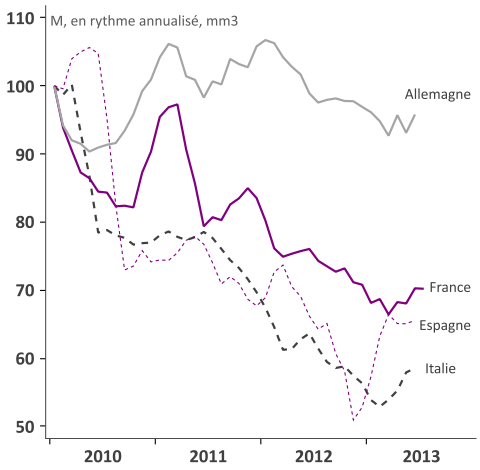
Le raffermissement des ventes depuis le début de l'année, voire le redémarrage observé en Espagne et dans une moindre mesure en Italie et en France, augure dès lors d'effets de rattrapage potentiellement très importants.

Si le retour à des niveaux d'immatriculation plus cohérents avec le vieillissement du parc automobile peut être long, compte tenu de la situation économique encore très incertaine, les effets de base liés au retournement des tendances du marché seront, eux, en tout état de cause très significatifs dans les mois à venir. Ainsi, à supposer que les ventes se stabilisent d'ici à la fin de l'année sur leur dernier niveau connu, juin ou juillet selon les cas, ce qui est non seulement une hypothèse très vraisemblable mais plutôt conservatrice, la croissance des immatriculations afficherait des progressions annuelles en constante et très nette amélioration dans les tout prochains mois :

- d'ici la fin de l'année, le marché espagnol afficherait une progression de plus de 35 % l'an, à comparer à une contraction de 26 % au pire de la crise du secteur en Espagne, en novembre 2012 ;

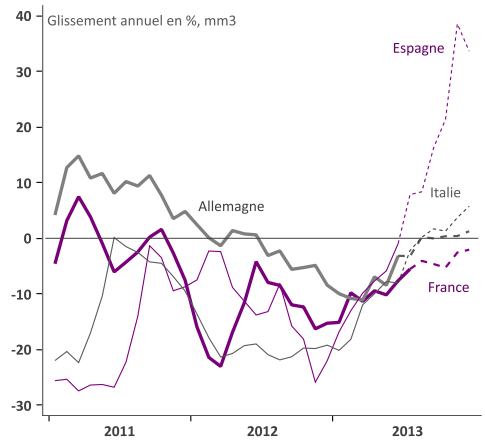
- en Italie, où les immatriculations ressortaient encore en baisse de 20 % en janvier, l'année se terminerait sur une hausse de 6 % ;
- le marché français renouerait avec la stabilité, au lieu de baisses de 16 % à son point bas (novembre 2012) et reviendrait en territoire franchement positif au premier trimestre 2014, en même temps que le marché allemand.

Immatriculations d'automobiles en zone euro



Sources : RichesFlores Research, OCDE, Macrobond

Variation simulée des immatriculations d'automobiles en cas de stabilisation des ventes d'ici à décembre

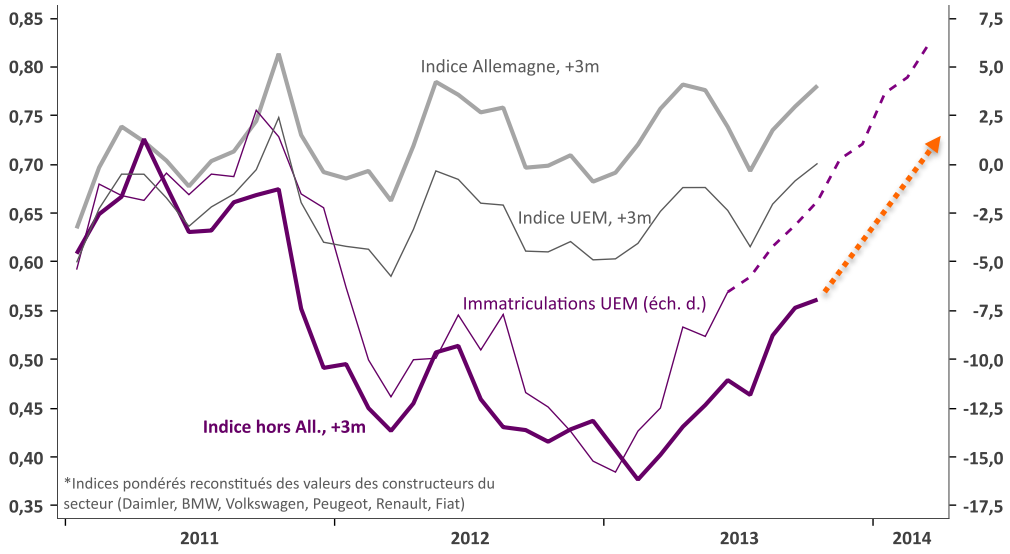


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

De telles évolutions justifient sans doute largement la bonne tenue des valeurs du secteur automobile de ces derniers mois, notamment des titres hors Allemagne, les mieux à même de profiter de la reprise européenne.

Car, si la performance du secteur en bourse s'est assez largement déconnectée des tendances du marché domestique depuis deux ans, c'est essentiellement sous l'influence des groupes allemands, très largement exposés aux marchés du reste du monde, notamment chinois. **Hors ces derniers, la performance du secteur se révèle en effet, en termes absolus comme en termes relatifs, beaucoup mieux corrélée à l'évolution régionale des immatriculations** (cf graphique suivant). Dès lors, si comme nous le pensons, les ventes automobiles, au pire, se stabilisent d'ici la fin de l'année à l'échelle de la zone euro, les valeurs du secteur automobile hors Allemagne ont tout lieu de continuer à largement surperformer l'euro Stoxx 600, comme elles l'ont fait depuis le début de l'année. **Toutes choses égales par ailleurs, notre analyse suggère en effet une surperformance de 25 % d'ici à la fin du premier trimestre 2014.**

Performance des indices du secteur automobile* relative à l'euro STOXX 600 et croissance annuelle des immatriculations automobiles



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Il est tentant de penser, par ailleurs, qu'une bonne partie de cette surperformance pourrait se faire au détriment des constructeurs allemands. Outre le fait que les véhicules de haut de gamme allemands ne soient pas les mieux positionnés pour bénéficier d'une reprise des ventes en Europe, la dégradation des perspectives des pays émergents constitue un risque d'importance outre-Rhin.

Les quelques mois à venir pourraient, au total, dresser un tableau bien différent de ce qu'a été la situation ces deux dernières années sur les marchés locaux.

Véronique Riches-Flores
contact@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes.
RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.
Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.
Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.
La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.
Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.
Véronique Riches-Flores, contact@richesflores.com